

行业评级:

社会服务

增持 (维持)

**梅昕** SAC No. S0570516080001  
研究员 SFC No. BQE385  
021-28972080  
meixin@htsc.com

**孙丹阳** SAC No. S0570519010001  
研究员 021-28972038  
sundanyang@htsc.com

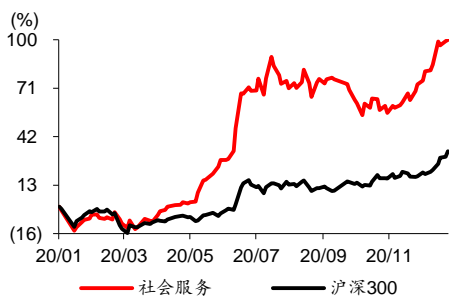
**沈晓峰** SAC No. S0570516110001  
研究员 SFC No. BCG366  
021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**王莎莎** SAC No. S0570517090002  
研究员 SFC No. BOR137  
010-56793922  
wangshasha@htsc.com

相关研究

- 1 《社会服务：行业周报（第一周）》2021.01
- 2 《社会服务：行业周报（第五十三周）》2021.01
- 3 《社会服务：行业周报（第五十二周）》2020.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 内养外修，颜值经济向口服再延伸 化妆品系列跟踪报告

**“功能性食品”政策边际放开，有利于本土原料/医美/美妆企业拓展边界**  
生活美容/医学美容/口服美容是“美”的三大手段，产品供给丰富、消费观念升级，玻尿酸/胶原蛋白等热门功效成分不断“内服化”，内养外修热度渐起。参考日本：15年功能性食品标示制度带动功能性食品市场发展，东洋新药/Glico/Fancl等企业积极延伸产品线。展望我国：辅酶Q10等功能原料新进保健食品原料目录、透明质酸钠等新食品原料获批，本土对于功能性食品监管政策呈边际放开态势，有利于本土原料/医美/美妆等企业拓展边界。全球品牌汇聚中国带来外延机遇，年轻消费者主导提升本土市场活力，电商生态高度发达加速供应链革新，本土企业可能有更高发展上限。

**生活美容/医学美容/口服美容是“美”的三大手段，内养外修热度渐起**  
我国生活美容以美妆为主，市场教育已较成熟；医学美容渗透率亦有望提升；口服美容领域，玻尿酸/烟酰胺/胶原蛋白等热门成分不断“内服化”，且口服美容消费者与美妆类消费者重合度较高。我国对保健食品实施注册或备案制，备案制下适用的原料目录范围有限；对于“功能性食品”（普通食品宣称特定功效）缺乏明确规章制度。20年12月国家市场监督管理总局新增功能原料辅酶Q10等5种非营养素补充剂；21年1月审查通过蝉花子实体、透明质酸钠2种新食品原料，政策对于对功能原料在食品中的应用呈边际放开态势，有望推动口服美容等功能性食品市场快速发展。

### 问路东瀛：政策放开带动功能性标示食品快速增长

日本保健食品原分为特定保健食品（个别审批制）和营养功能食品（补充锌/铁等必须营养成分，无需审批）。对保健食品的严格审批限制行业发展，07年以来特定保健食品市场规模几无增长（19年6393亿日元，其中肠道调节类占比60%，体脂类占比24%，日本消费厅数据）。15年4月起日本实施功能性食品标示制度，企业在上市销售功能性食品前，仅需向消费者厅提交与其声称功能相符的科学依据进行备案。政策放宽激发创新，15-20年受理功能性标示食品备案累计已达3613件（日本消费厅），富士经济预测20年功能性标示食品市场规模将超3000亿日元，较18年增长39%。

### 借鉴龙头：借力政策东风，三类企业各显神通

1) 代工厂。东洋新药依托独家原料成分布局健康食品和化妆品，特定保健食品注册数及功能性标示食品备案数全国领先（截至19年7月）。2) 食品企业。Glico秉承“通过食品增强国民体质”理念，BifiX酸奶、抑制膳食纤维巧克力Libera、GABA氨基酸巧克力等功能性食品较快增长。3) 美妆企业。Fancl食品涵盖美颜护肤/生活管理/综合营养等多品类，15-20财年食品收入CAGR14%，20财年收入440亿日元，营收占比35%，营业利润率9%。Pola18财年口服美容产品收入规模391亿日元，占Pola品牌收入的26%，19财年Inner Lock美白丸系列各季营收约在15-20亿日元。

风险提示：政策收紧、市场竞争加剧、食品安全问题。

## 正文目录

内养外修：生活美容/医学美容/口服美容是“美”的三大手段.....	4
热门功效成分“内服”之风渐起 .....	4
我国“功能食品”法规尚未明朗 .....	6
问路东瀛：政策放开带动功能性标示食品快速增长 .....	7
功能性标示食品备案数已超 3000 件 .....	7
益生菌/氨基酸/抗性糊精占原料 C 位 .....	8
龙头借鉴：借力政策东风，三类企业各显神通 .....	10
Fancl：保健食品+无添加护肤品，提供内外美容综合方案 .....	10
Pola：专注美白、抗衰，护肤品+口服美容树立品牌 .....	12
Glico：通过食品增强国民体质，保健食品持续推陈出新 .....	13
东洋新药：依托核心原料，布局健康食品+化妆品的代工厂 .....	14
风险提示.....	15

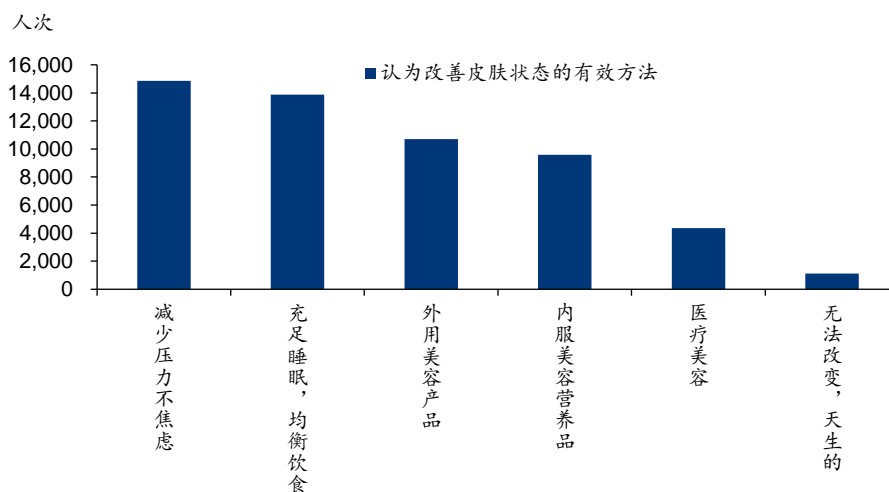
## 图表目录

图表 1: 消费者认为除良好生活方式外, 生活美容、口服美容、医学美容均是改善皮肤状态的重要方式 .....	4
图表 2: 口服美容纤体消费者跨品类关联分析 .....	4
图表 3: 热门功效成分“内化”: 19 年主要功效成分中, 美容护肤类与天猫国际口服类产品的规模占比比较 .....	5
图表 4: 我国化妆品、医美、保健食品市场规模及增速 .....	5
图表 5: 日本保健食品的管理范畴 .....	7
图表 6: 日本近年来特定保健用食品市场增长趋缓 .....	7
图表 7: 特定保健用食品市场细分品类机构变化 .....	7
图表 8: 日本消费厅 15 年以来每年受理的功能性标示食品备案件数 .....	8
图表 9: 日本功能性标示食品市场规模较快增长 .....	8
图表 10: 功能性标示食品备案类型 (按核心成分划分, 18 年数据) .....	8
图表 11: 功能性标示食品的不同种类 (2019 年数据) .....	8
图表 12: 不同食品原料的终端市场规模 (2018 年数据) .....	8
图表 13: 代表性原料及相应产品 .....	9
图表 14: Fancl 旗下的保健食品种类 (按核心成分划分) .....	10
图表 15: Fancl 旗下的保健食品种类 (按核心成分划分, 续) .....	10
图表 16: Fancl 保健食品业务收入 16 财年以来有明显提升 .....	11
图表 17: FY07-19, Fancl 化妆品及保健食品业务收入增速表现分化 .....	11
图表 18: Fancl 化妆品业务贡献主力营业利润 .....	11
图表 19: FY17 以来 Fancl 保健食品营业利润率持续修复 .....	11
图表 20: Fancl 历史市值 .....	12
图表 21: Fancl 历史估值变化 (TTM) .....	12
图表 22: FY17 年以来 Pola 公司营收同比增速放缓 .....	12
图表 23: Pola 品牌贡献主力营收 .....	12
图表 24: 19 年 Pola 口服美容产品收入同比下降 .....	13
图表 25: Pola 品牌的渠道结构 (2019 年) .....	13
图表 26: Pola 公司历史市值变化 .....	13
图表 27: Pola 公司历史 PE/PS 变化 (TTM) .....	13
图表 28: FY2016 以来 Glico 营收同比增速下滑 .....	14
图表 29: Glico 休闲食品、奶制品、冷饮贡献主要收入来源 .....	14
图表 30: Glico 历史市值 .....	14
图表 31: Glico 历史估值变化 (TTM) .....	14
图表 32: 公司特定保健食品系列产品 .....	15
图表 33: 日本企业功能性标示食品备案件数 (数据截止 19 年 7 月) .....	15
图表 34: 日本企业特殊保健食品许可件数 (数据截止 19 年 7 月) .....	15
图表 35: 报告涉及公司一览表 .....	15

## 内养外修：生活美容/医学美容/口服美容是“美”的三大手段 热门功效成分“内服”之风渐起

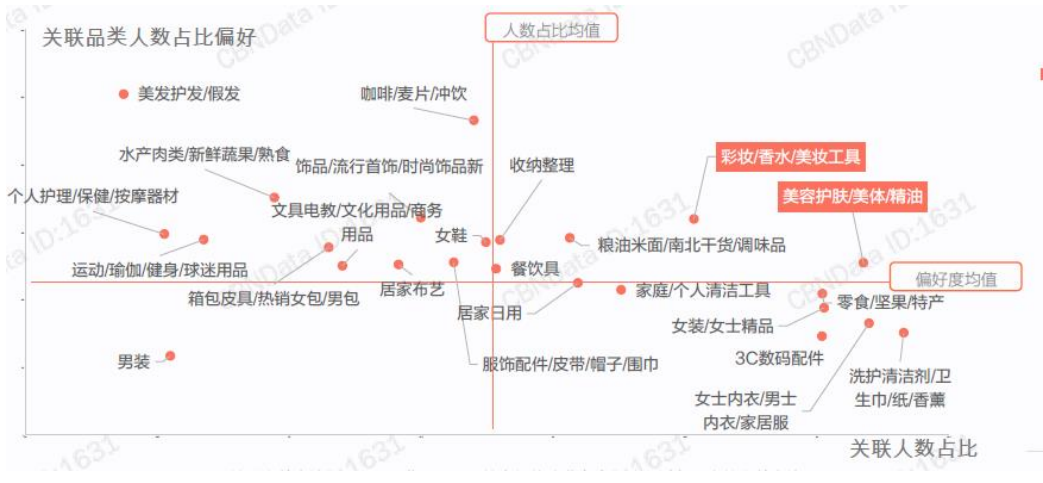
年龄增长及外界环境变化可能导致一系列皮肤及机体健康问题，KOL教育、爱美意识升级、收入水平抬升等带来我国颜值经济持续繁荣。生活美容、医学美容、口服美容是改善人体外在状态的三大重要手段，分别作用于皮肤表层/皮肤深层/内部生理机制。三者作用层次不同、作用机制各异，互为补充，目标人群存在天然重叠。伴随KOL教育、产品供给丰富、消费观念升级等催化，热门医美/护肤类功效成分如玻尿酸、烟酰胺、胶原蛋白等，均在口服美容品类中成为主要成分，“内服化”趋势明显。19年我国美妆、医美、保健食品市场规模分别为4777/1769/1710亿元，14-19年CAGR10%/30%/10%（欧睿，艾媒数据，艾瑞数据），均维持较快增长（考虑到免税/代购/黑市等，以上数据可能未反映“颜值经济”全貌）。

图表1：消费者认为除良好生活方式外，生活美容、口服美容、医学美容均是改善皮肤状态的重要方式



资料来源：中国营养学会营养与保健食品分会，中国医师协会皮肤科医师分会《2020中国美容营养白皮书》，华泰证券研究所

图表2：口服美容纤体消费者跨品类关联分析



注：关联人数占比：2019天猫国际口服美容纤体消费者中，购买过各品类的人数占比；人数占比偏好：天猫国际口服美容纤体消费者在各品类的人数占比/整体消费者在各品类的人数占比；此图仅选取人数占比（和天猫国际口服美容的人数重合度）高于60%的类目，图中交叉的十字坐标为人数占比高于60%的类目的平均值（保健食品品类因包含口服美容，故未计入平均值的计算，人数占比和占比偏好均低的品类已隐去）；

资料来源：2019《天猫国际跨境保健品消费者洞察报告》，华泰证券研究所

**生活美容：**运用化妆品、保健品和非医疗器械等非医疗性手段，对人体所进行的皮肤、毛发的护理、按摩等带有保养或者保健型的非侵入性的美容护理。在生活美容中，化妆品应用普遍，使用方式没有创伤性和侵入性，采用注射、口服等方式使用的产品均不是化妆品；施用部位是人体表面，所以施用部位深入真皮层或者皮下的产品均不是化妆品（药监局官网定义）。据欧睿数据，2019年我国化妆品市场规模4777亿元，14-19年CAGR10%。

**医学美容：**运用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑（药监局官网定义）。据艾瑞咨询，2019年我国医美市场规模1769亿元，14-19年CAGR30%。

**口服美容：**通过饮食习惯护理皮肤内部健康，按照不同的实际功能，口服产品可分为纤体类、美颜类、运动类、营养类等。据艾媒咨询，2019年我国保健食品市场规模1710亿元，14-19年CAGR9%。

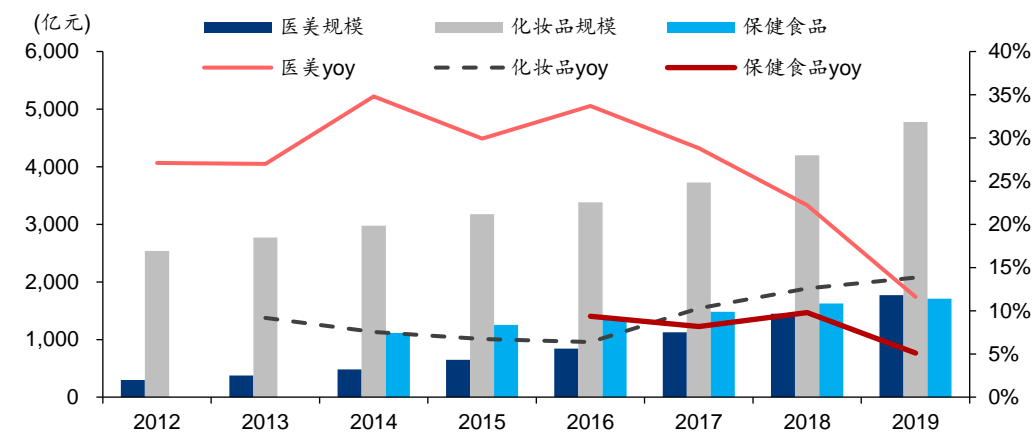
**图表3：热门功效成分“内化”：19年主要功效成分中，美容护肤类与天猫国际口服类产品的规模占比比较**



注：消费规模占比指不同成分在美容护肤品类或口服美容品类中的销售额占比；

资料来源：2019《天猫国际跨境保健品消费者洞察报告》，华泰证券研究所

**图表4：我国化妆品、医美、保健食品市场规模及增速**



资料来源：欧睿，艾瑞咨询，艾媒咨询，华泰证券研究所

## 我国“功能食品”法规尚未明朗

我国针对保健食品有明确界定，并针对不同原料实施注册或备案制度，但非营养素补充剂的原料范围相对局限。在中国，保健食品是指1) 声称并具有特定保健功能且对人体具有生理效应，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品。2) 以补充维生素、矿物质为目的的营养素补充剂。伴随16年7月日《保健食品注册与备案管理办法》正式实施，保健食品进入注册与备案双轨并行时代。

1) 保健食品注册：使用保健食品原料目录以外原料的食品以及首次进口的保健食品（属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品除外）。2) 保健食品备案：使用的原料已列入保健食品原料目录，首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品。

据国家市场监督管理总局官网20年12月发布的《保健食品原料目录营养素补充剂(2020年版)》和《国家市场监督管理总局国家卫生健康委员会国家中医药管理局关于发布辅酶Q10等五种保健食品原料目录的公告》，我国最新保健食品原料目录共87种，其中营养素补充剂目录82种（维生素、矿物质等），仅5种非营养素补充剂（辅酶Q10、破壁灵芝孢子粉、螺旋藻、鱼油、褪黑素）。

对于普通食品的功效宣称，我国现行法规制度尚未有明确规范。据19年12月1日开始施行的《中华人民共和国食品安全法实施条例》第三十八条，对保健食品之外的其他食品，不得声称具有保健功能。2019年12月24日，国家市场监督管理总局令第21号公布《药品、医疗器械、保健食品、特殊医学用途配方食品广告审查管理暂行办法》，同时规定自2020年3月1日起废止《食品广告发布暂行规定》，而后者第十三条规定“普通食品、新资源食品、特殊营养食品不得宣传保健功能，也不得通过借助宣传某些成分的作用明示或者暗示其保健作用”。

## 问路东瀛：政策放开带动功能性标示食品快速增长 功能性标示食品备案数已超 3000 件

日本保健食品分为三大类：1) 特定保健用食品：以促进健康为目的，实行个别审批许可制，产品需得到消费者厅厅长的批准认可。2) 营养功能食品：针对必需的营养成分进行补充（如维生素和矿物质等），实行自我认证制，无需经消费者厅审批许可。3) 功能性标示食品：企业在上市销售前向消费者厅提交与其声称功能相符的科学依据进行备案即可。

图表5：日本保健食品的管理范畴

保健機能食品 ※機能性の表示ができる				
医薬品 (医薬部外品を含む)	特定保健用食品	栄養機能食品	機能性表示食品	一般食品 (いわゆる健康食品を含む) ※機能性の表示ができない

资料来源：日本消费厅，华泰证券研究所

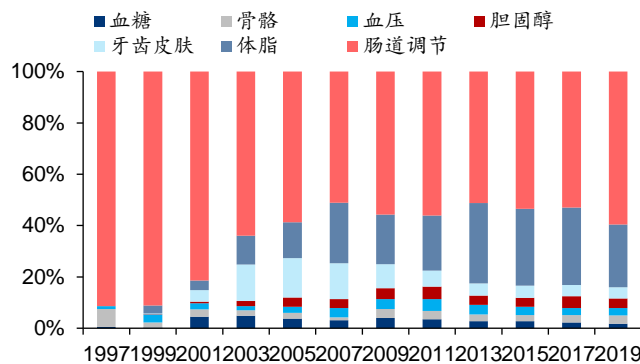
**特定保健食品市场基数庞大。**据日本保健食品协会，19年特定保健用食品规模6393亿日元，2007年以来整体没有明显增长。从范围来看，肠道调节类产品占比最高，1997年90%以上的保健品均为此类产品，此后随着产品类型的丰富，占比有所下降，但在19年依然占据59.5%的市场份额。油脂类产品自97年以来则有显著提升，19年份额已达24.4%。其余应用相对广泛的产品还有牙齿皮肤类(19年占比4.4%)、胆固醇类(19年占比3.7%)等。

图表6：日本近年来特定保健用食品市场增长趋缓



资料来源：日本保健协会，华泰证券研究所

图表7：特定保健用食品市场细分品类机构变化

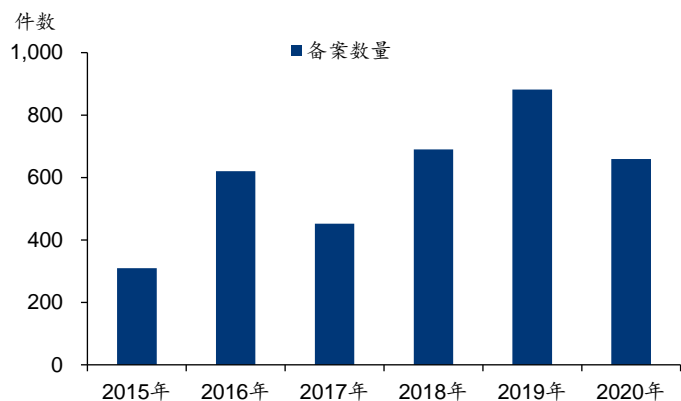


资料来源：日本消费厅，华泰证券研究所

**功能性标示食品市场受益于政策放宽快速增长。**15年之前，日本政府对于声称功能的食物实施个别审查，审批严格，限制企业积极性；15年4月1日起开始实施功能性食品标示制度，企业在上市销售前向消费者厅提交与其声称功能相符的科学依据进行备案即可。政策放宽激发功能性食品行业创新，促进行业快速增长。15年4月至20年12月消费厅受理功能性标示食品备案件数累计已达3613，相关成分超20种，其中抗性糊精、GABA（γ-氨基丁酸）、DHA等成分名列前茅。依据食品类型，可分为加工食品（补充品形态），如叶黄素、胶原蛋白粉等；加工食品（非补充品形态），如茶饮、黑醋等产品；以及生鲜食品等。声称“保持皮肤滋润”、“缓和皮肤的干燥”等美容相关功能性标示食品则已经达到217项（截至2020年5月27日），主要为透明质酸、神经酰胺等成分。2020年功能性标示食品市场规模将超3000亿日元，相较18年增长38.6%（富士经济估计）。

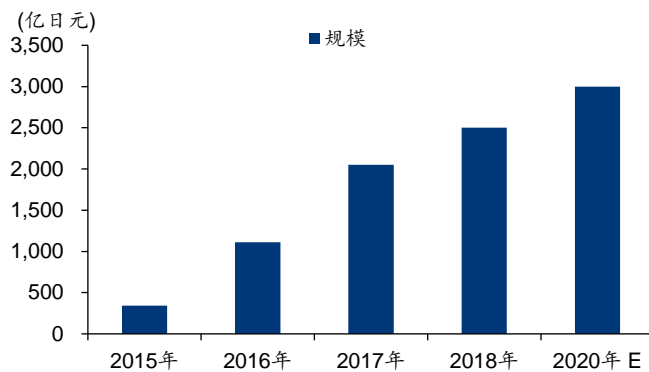
**营养功能食品：**富士经济估算2018年营养功能食品占整体功能食品规模的比重不足20%，规模约在1300亿日元左右，15年以来没有显著增长。

图表8：日本消费厅15年以来每年受理的功能性标示食品备案件数



资料来源：日本消费者厅，华泰证券研究所

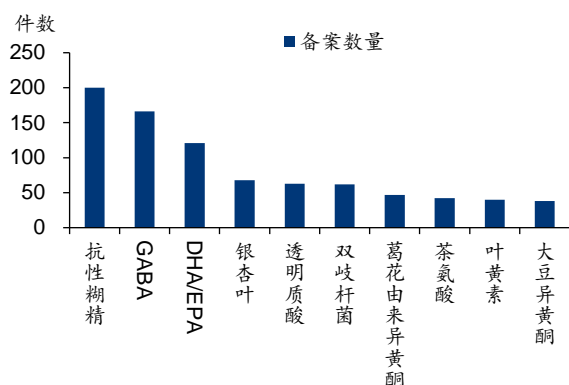
图表9：日本功能性标示食品市场规模较快增长



注：2020年为富士经济预测数据；

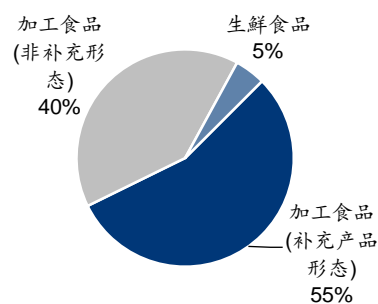
资料来源：富士经济，华泰证券研究所

图表10：功能性标示食品备案类型（按核心成分划分，18年数据）



资料来源：日本消费者厅，华泰证券研究所

图表11：功能性标示食品的不同种类（2019年数据）

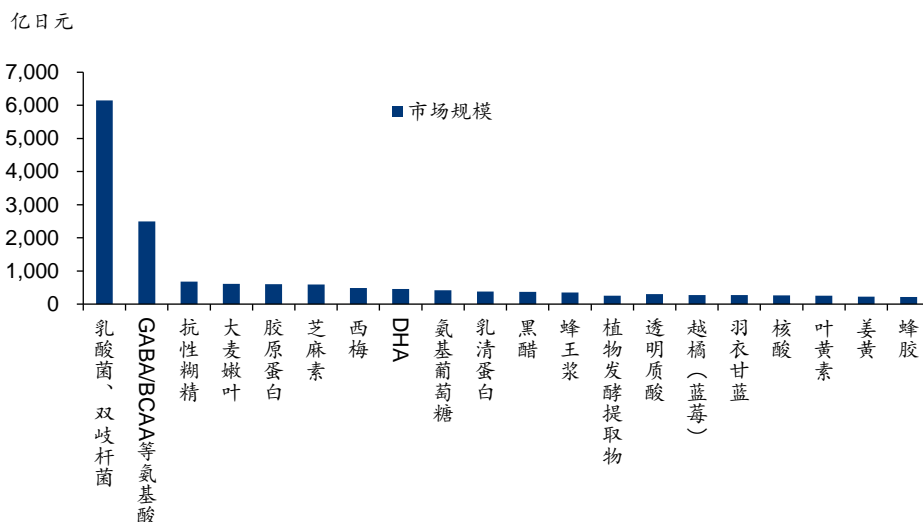


资料来源：日本消费者厅，华泰证券研究所

### 益生菌/氨基酸/抗性糊精占原料C位

据日本健康产业杂志社，18年日本健康食品原料终端市场中，乳酸菌/双歧杆菌、氨基酸（含GABA、BCAA等）、抗性糊精原料的终端市场规模最大，分别为6150/2500/680亿日元，其次为大麦若叶、胶原蛋白、芝麻素、西梅、DHA、氨基葡萄糖、乳清蛋白等。

图表12：不同食品原料的终端市场规模（2018年数据）



资料来源：日本健康产业杂志社，华泰证券研究所



不同功能原料依据其自身功效，所对应的终端产品市场空间有显著差异。我们认为对于发力功能性食品的企业而言，在特定原料上占据研发/规模等领先优势、具备持续开发新原料能力、并且能够依托功能原料不断推出创新产品、满足差异化细分市场的需求是长期致胜的关键要素之一。

**图表13: 代表性原料及相应产品**

原料类型	主要功能	代表产品	图例	售价
乳酸菌	可调节胃肠道菌群、促进机体的生长发育	fracora 丁香乳酸菌		2979 日元 (30 粒)
双歧杆菌	可产生人体必需的多维生素，并能促进肠道蠕动，平衡肠道菌群	格力高 BIFIX 酸奶		720 日元 (140g*6)
GABA	即 $\gamma$ -氨基丁酸，可调节情绪，缓解焦虑、抑郁、提高睡眠质量	格力高 GABA 巧克力		194 日元 (50g)
BACC	即支链氨基酸，可减缓肌肉疲劳，加速恢复	Clinico 康复果冻蜂蜜柠檬		216 日元 (120g)
抗性糊精	一种低热量葡聚糖，属于低分子水溶性膳食纤维，具有促进消化、减肥功能。	格力高 LIBERA 巧克力		1400 日元 (50g*10)

资料来源：日本健康杂志社，各品牌官网，价格日期截止 2021 年 1 月 14 日；华泰证券研究所

## 龙头借鉴：借力政策东风，三类企业各显神通

在日本，有三类代表性企业乘政策东风，各显神通，积极延伸产品线。1) 代工厂。东洋新药依托独家原料成分布局健康食品和化妆品，特定保健食品注册数及功能性标示食品备案数全国领先（截至19年7月）。2) 食品企业。Glico秉承“通过食品增强国民体质”理念，BifiX酸奶、抑制糖纤维巧克力Libera、GABA氨基酸巧克力等功能性食品较快增长。3) 美妆企业。Fancl食品涵盖美颜护肤/生活管理/综合营养等多品类，15-20财年食品收入CAGR14%，20财年收入440亿日元，营收占比35%，营业利润率9%。Pola18财年口服美容产品收入规模391亿日元，占Pola品牌收入的26%，19财年Inner Lock美白丸系列各季营收约在15-20亿日元（公司官网）。

## Fancl：保健食品+无添加护肤品，提供内外美容综合方案

公司于1980年创立，专注于“无添加”护肤品。1994年开始进军保健食品。基于独家配方成分研究，开发了Plant Twintose、HTC胶原蛋白等产品，后来进一步将产品范围扩充至发芽糙米及青汁，联合无添加护肤品提供“内外美容”方案。目前Fancl旗下保健食品涵盖美颜护肤、生活管理、综合营养等各个领域，按核心成分来看，有维他命系列、锌/铁系列、矿物质系列、乳酸菌系列、氨基酸系列等。

图表14：Fancl旗下的保健食品种类（按核心成分划分）

 维他命	 矿物质	 钙
 锌/铁	 叶酸	 DHA/EPA
 胶原	 透明质酸/神经氨酸	 大豆异黄酮
 蓝莓	 玛咖/大蒜	 辅酶Q10

资料来源：Fancl官网，华泰证券研究所

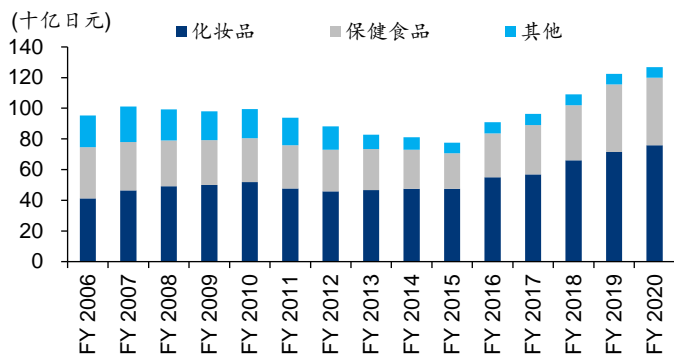
图表15：Fancl旗下的保健食品种类（按核心成分划分，续）

 硒素	 血浆乳酸菌	 乳酸菌/双歧杆菌
 纳豆激酶	 乌孔	 氨基酸/蛋白质
 虾青素	 左旋肉碱	 α-硫辛酸
 加巴	 蜂王浆/玻尿酸	 小肠藻/螺旋藻

资料来源：Fancl官网，华泰证券研究所

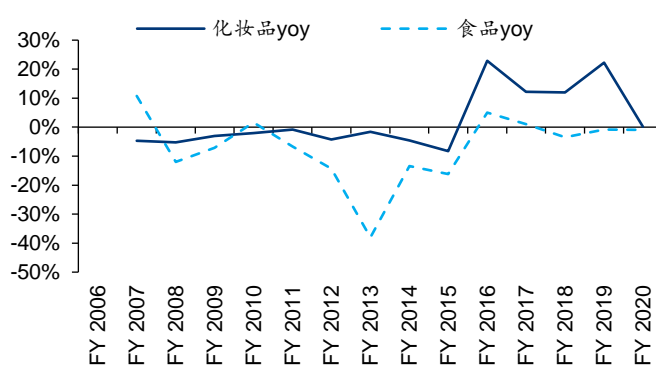
2015年起日本功能性食品政策放开，公司保健食品业务收入迎来快速增长。2020财年（2019年4月1日-2020年3月31日），Fancl公司的保健食品业务营收达440亿日元，占公司整体营收的35%；营业利润率达到9%，营业利润占公司整体的26%。在15财年之前，受市场监管较严格、竞争加剧、价格战等因素影响，公司保健食品收入持续下滑。2015年4月1日，日本开始施行《功能性标示食品制度》，公司随之抓紧行业东风快速增长，15-20年保健食品收入复合增速达到14%。

**图表16: Fancl 保健食品业务收入 16 财年以来有明显提升**



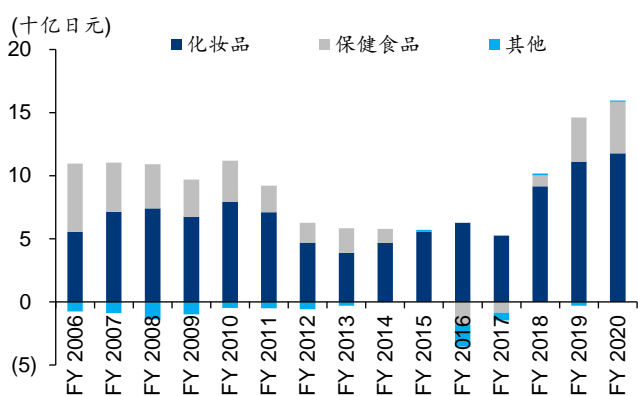
资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

**图表17: FY07-19, Fancl 化妆品及保健食品业务收入增速表现分化**



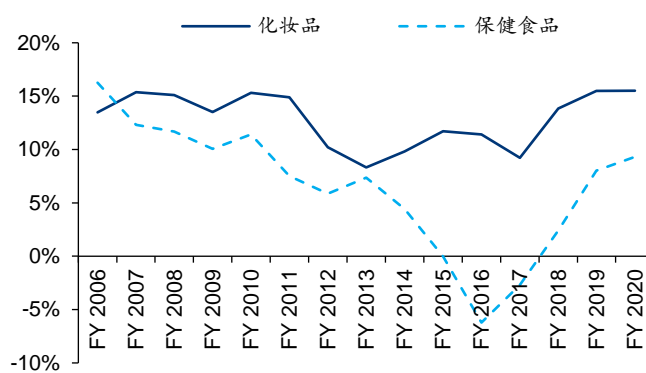
资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

**图表18: Fancl 化妆品业务贡献主力营业利润**



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

**图表19: FY17 以来 Fancl 保健食品营业利润率持续修复**

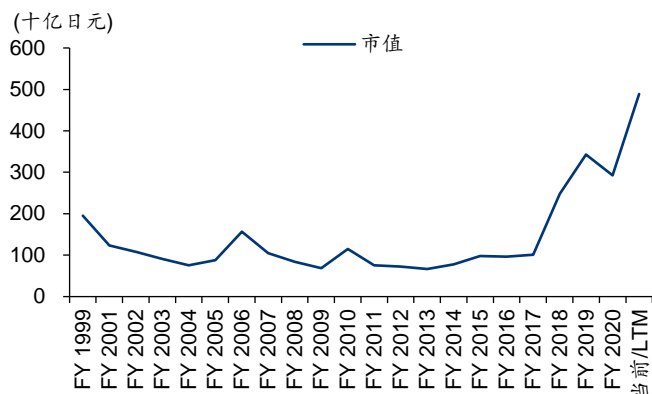


资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

与日本啤酒龙头麒麟集团合作, 共同开发健康及护肤产品。2019年8月, 据公司官网, 公司拟与日本麒麟控股集团进行资本及业务合作, 共同开发健康及护肤产品。由麒麟集团出资 1293 亿日元获得公司 33% 股权, 双方将利用现有的品牌影响力及技术, 共同开发有关应对生活习惯疾病的健康食品及延缓衰老的护肤产品, 具体方向包括: 1) 共同参与成人期发病型疾病的预防、人体免疫防御能力的增强、肠胃生物群落的改善等领域的研究; 2) 合作开发日常生活所需的营养补充剂、抗衰老护肤品等; 3) 在原料供应等生产环节达成合作, 打通麒麟集团的自动售货机渠道以及 Fancl 的门店和电商等直营渠道。

从结构性改革到广告主导的增长策略, 公司市值迎来戴维斯双击。1999-2013 财年, Fancl 公司市值并未突破 2000 亿日元, 与日本经济增长放缓、公司所面临的市场竞争加剧、市场策略不当等多因素有关。14 财年开始, 伴随创始人池田贤二回归, 公司开启结构性改革, 主要在于削减低利润业务、加强批发渠道。16 财年起, 公司开始实行广告主导的增长策略, 具体包括: 策略性广告投资、扩大批发渠道和门店、提高交叉销售等, 公司收入增速回升、利润率修复, 迎来戴维斯双击, 市值开始攀升。

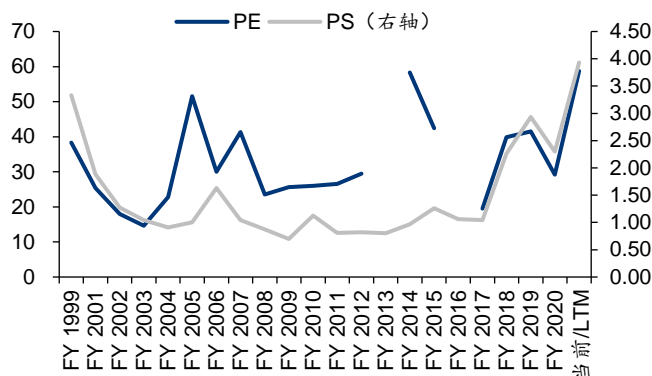
图表20: Fancl 历史市值



注：当前日期为 2021 年 1 月 12 日；右图同；

资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表21: Fancl 历史估值变化 (TTM)



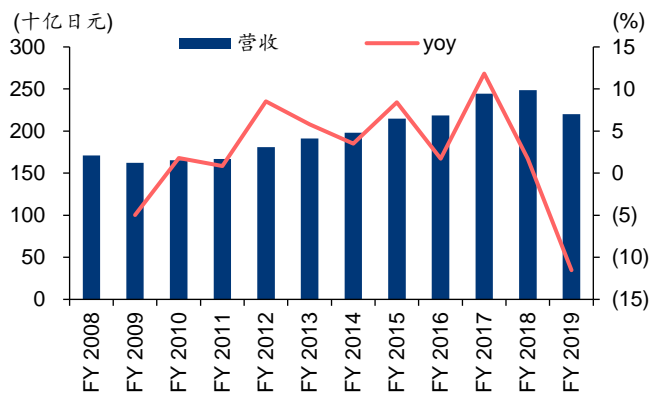
资料来源：彭博，华泰证券研究所

### Pola: 专注美白、抗衰，护肤品+口服美容树立品牌

**坚持可持续美容，专注美白抗衰。**Pola 成立之初即倡导美白，并坚持“可持续美容理论”，认为只能应付一时的抗衰护理已经被淘汰，倡导不会难以坚持、不违背自然的理想之美。1951 年成为在日本首个发售美白产品的公司，1984 年研发了维 C 诱导美白成果，1988 年独家研发出美白成分 lucinol。Pola 已经开发了系列美白产品，包括 White Shot、BA 系列等。1982 年 Pola 品牌开始进军保健食品，并陆续陆续推出了 Inner Lock、Wrinkle Shot、B.A TABLET、B.A LIQUID 等系列口服美白丸、美白液产品。

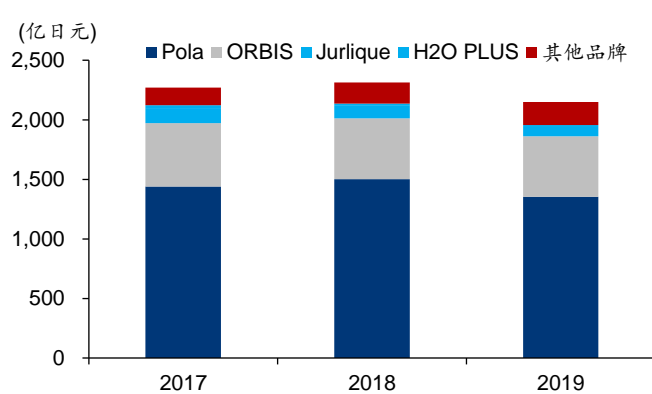
**内生+外延拓展多品牌矩阵。**1984 年公司创立 ORBIS 品牌。2011 年公司开始发力外延，先后收购 H2O+和 Jurlique 两大品牌。截至 2019 财年（2019 年 1 月 1 日-2019 年 12 月 31 日），Pola 品牌仍占营收的 62%，为主要收入来源。

图表22: FY17 年以来 Pola 公司营收同比增速放缓



资料来源：彭博，华泰证券研究所

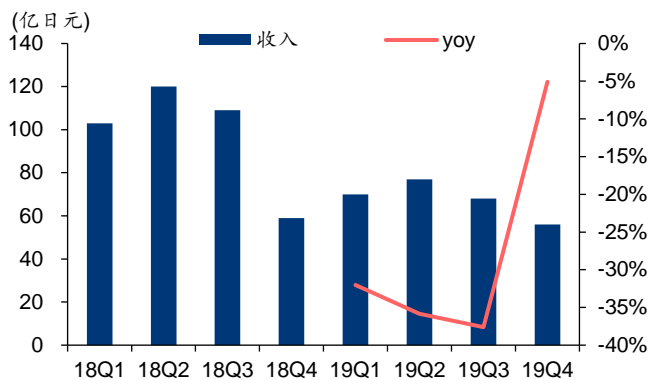
图表23: Pola 品牌贡献主力营收



资料来源：彭博，华泰证券研究所

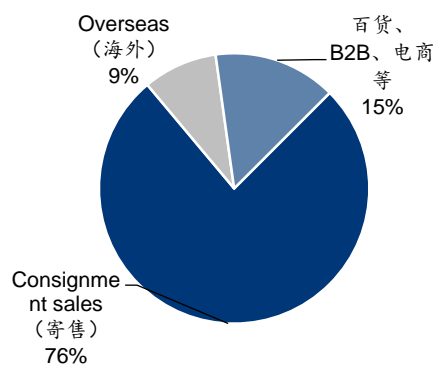
**受日本消费税及中国电商法影响，Pola 旗下口服美容产品 19 年收入出现明显下滑。**18 年 pola 口服美容产品收入规模达到 391 亿日元，占 Pola 品牌收入的 26%。18Q3 中国电商法对代购市场负面影响开始显现，19 年 Q1-Q3，Pola 口服美容产品收入同比下滑幅度均在 30%以上，其中 Inner Lock 口服美容产品为主要拖累项（据公司官网，19 财年 Inner Lock 美白丸系列各季营收约在 15-20 亿日元），19Q4 收入同比降幅收窄，但 20 年在疫情冲击下，Pola 品牌收入增长继续承压。这也导致公司市值在 18 年开始出现拐点。

图表24: 19年Pola口服美容产品收入同比下降



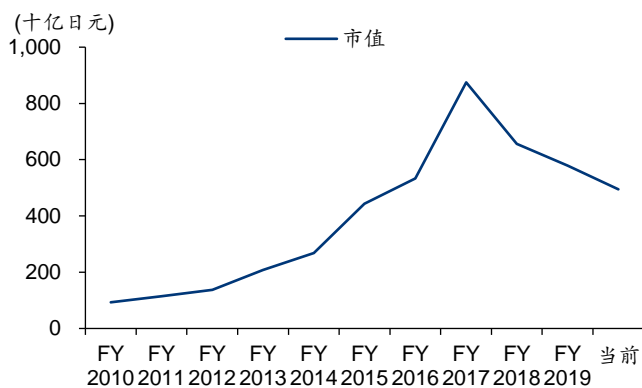
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表25: Pola品牌的渠道结构(2019年)



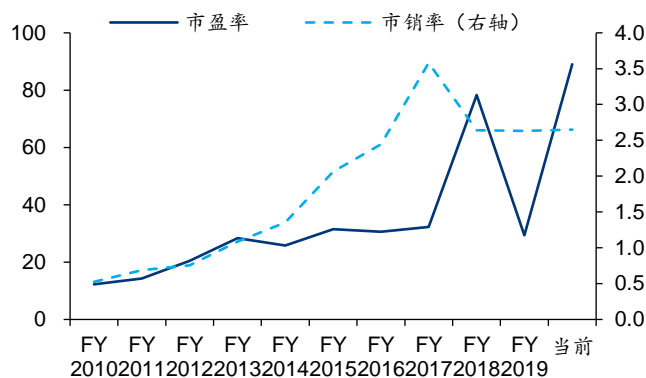
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表26: Pola公司历史市值变化



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

图表27: Pola公司历史PE/PS变化(TTM)



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

### Glico: 通过食品增强国民体质, 保健食品持续推陈出新

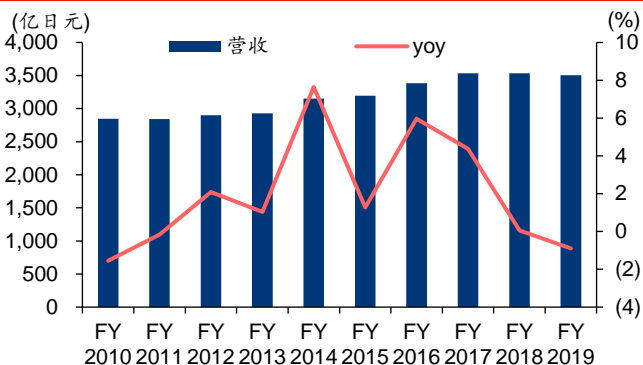
秉承“通过食品增强国民体质”理念的综合性食品集团。公司1921年以营养糖果起家, 现已发展为多元化产品布局的集团型食品企业, 产品涵盖糖果、休闲食品、冷饮、奶制品、健康食品等。公司在诞生之初即秉承“通过食品增强国民体质”的发展理念, 在保健食品层面不断研发创新, 布局新品。

保健食品不断推陈出新, 并驱动公司收入增长。基于用“营养成分极高的牛奶”和“乳酸菌”强身健体的想法, 公司1969年即开始销售“健康酸奶”, 1999年诞生了现售商品的原型“早餐酸奶”, 2013年升级为“早餐益生菌酸奶BifiX”, 并于2016年再次升级为“BifiX酸奶”; 2003年开始销售能控制卡路里的冷饮“SUNAO”; 同年还推出特定保健用口香糖“POs-Ca”, 该产品可促进牙齿再石灰化。2005年开始销售含GABA(γ-氨基丁酸)的巧克力, 2016年再次推出巧克力领域中最早的功能性标示产品“Libera”, 该产品中添加了可抑制脂肪和糖类吸收的抗性糊精。

保健食品也驱动公司收入增长。据公司官网, “GABA”及“LIBERA”系列产品19财年达到两位数增长, 2020财年疫情压力之下, “GABA”也有强劲增长; “Almond Koka”系列产品则连续6年(2015-2020财年)维持两位数增长。“SUNAO”冰淇淋则在2020年4-6月达到两位数增长。

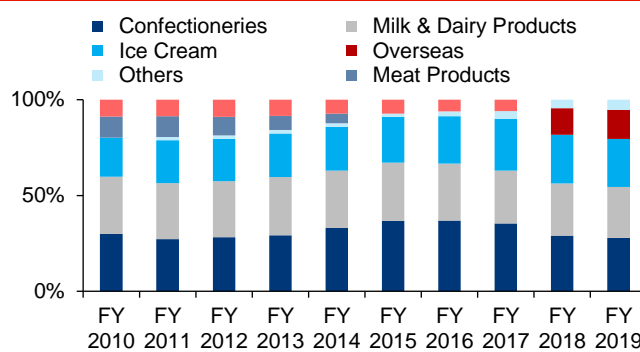
2019财年(2018年4月1日-2019年3月31日)集团收入达到3503亿日元, 糖果等休闲食品、奶制品、冷饮、海外及健康食品收入占比分别为27%/26%/24%/15%/5%(除健康食品外, 公司前几类产品中也包含功能性标示食品)。

图表28: FY2016 以来 Glico 营收同比增速下滑



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

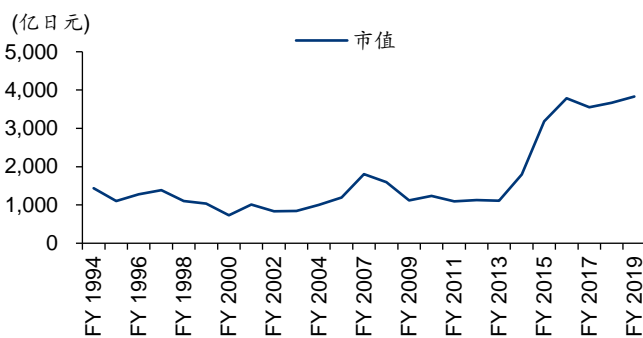
图表29: Glico 休闲食品、奶制品、冷饮贡献主要收入来源



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

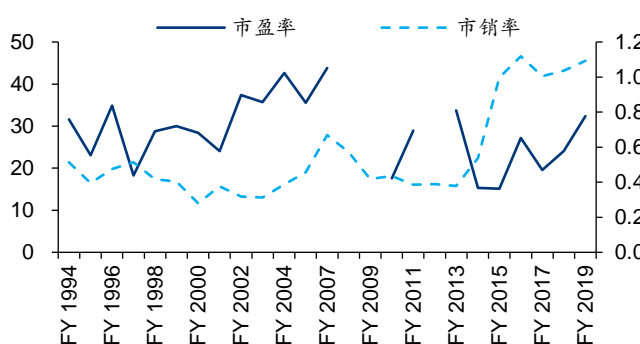
据公司官网, 未来 Glico 公司有三大发展战略: 1) 聚焦核心品牌, 致力于长生命周期产品的可持续增长。2) 保健食品持续增长。3) 创造和拓展新消费市场, 以解决社会问题。

图表30: Glico 历史市值



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

图表31: Glico 历史估值变化 (TTM)



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

**东洋新药: 依托核心原料, 布局健康食品+化妆品的代工厂**

追求“健康”和“美”; 依托核心原料成分, 致力于健康食品、化妆品的综合代加工企业。公司以研究机能水起家, 1997年独立出健康食品部门。90年代以来公司陆续布局了大麦若叶青汁、法国海岸松树皮提取物、葛花提取物等核心原料成分, 并获得多项相关专利。

**保健食品: 定位于在保健食品领域提供强有力支持的代工厂家及日本健康食品行业领跑者。**

1) 拓展独家原料, 为产品增加独创性和附加价值。着力培养以从法国海岸松树皮中萃取的天然功能性原料 Flavangenol、葛花萃取物 TM、翠王(甘薯嫩叶粉末)等独家原料, 并广泛用于各类产品。2) 兼顾功能和口感。公司不仅仅注重产品的功能性, 对色、香、味、口感等较重视, 并专门设置研究味道和口感的专员。公司产品曾获得 Monde Selection 世界品质评鉴大会金奖。3) 产品剂型丰富。具备片剂、颗粒、硬胶囊、软胶囊、液体、果冻、瓶装等多累剂型产品生产能力。

**具备特定保健食品级+功能性标示产品的全案服务能力。**公司在创业之初即注重特定保健食品的开发和申请, 截至19年7月, 公司取得的认定数量为日本第一。在功能性标示食品领域, 公司则拥有数量众多的功能性表示食品的申请经验和代工制造经验, 可针对客户的需要提供相关方案。

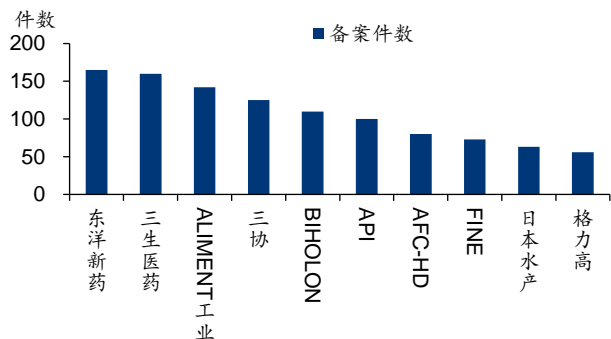
**图表32: 公司特定保健食品系列产品**

健康需求	相关成分	食品分类
体脂肪	葛花提取物	粉末茶叶
胆固醇	壳聚	青汁
血压	沙丁鱼分子肽	片剂/青汁
血糖值	抗性糊精	瓶装饮料(绿茶、乌龙茶); 粉末茶/粉末汤
血糖值	大麦嫩叶由来膳食纤维	青汁
清肠通便	抗性糊	青汁/粉末饮料(酸奶风味饮料等)
清肠通便	大麦嫩叶由来膳食纤维	青汁
骨质疏松	钙	青汁

资料来源: 东洋新药公司官网, 华泰证券研究所

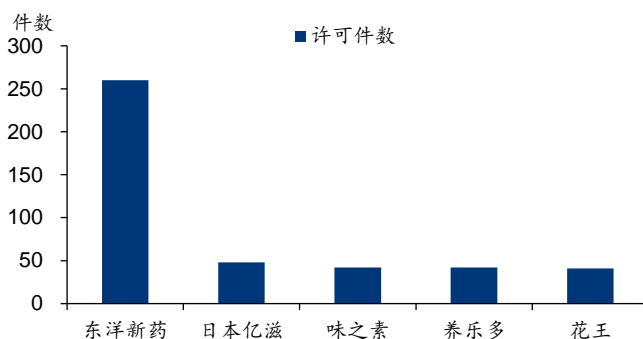
**最新技术+独家原料结合, 开发高附加价值的化妆品。** 1) 采用三相乳化法的化妆品开发。三相乳化法为利用柔软的纳米保湿粒子的物理作用力开发出的最新乳化技术, 不使用表面活性剂, 增强安全性和使用体验。2) 添加独家原料。如非洲冰草、法国海岸松树皮提取物等。

**图表33: 日本企业功能性标示食品备案件数(数据截止19年7月)**



资料来源: 日本消费厅, 华泰证券研究所

**图表34: 日本企业特殊保健食品许可件数(数据截止19年7月)**



资料来源: 公司官网, 日本消费厅, 华泰证券研究所

市场常以海外龙头为对标展望国内企业未来路径, 但我们认为当前有三大趋势可能给国内企业带来更多发展可能、提高其发展上限: 1) 全球品牌商对中国市场重视度加大, 将为国内企业带来更多外延整合机遇。2) 中国老龄化趋势滞后于海外发达国家, 开放、多元、活跃的年轻消费者正主导新消费市场。3) 中国物流基础设施、电商生态高度发达, 加速供应链变革创新。

**图表35: 报告涉及公司一览表**

公司名称	彭博代码
Fancl	4921 JP
Pola Orbis	4927 JP
Glico	2206 JP
株式会社协和	未上市
东洋新药	未上市

资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

### 风险提示

**政策收紧。**对于普通食品的功效宣称, 我国现行法规制度尚未有明确规范。若后续针对普通食品, 严格限制其功效宣传, 可能不利于相关产品的宣传推广。

**市场竞争加剧。**参考日本市场, 食品类/代工厂类/美妆类等企业均可布局延伸功能性食品板块, 准入门槛不高。若后续新增玩家变多, 可能会导致竞争加剧、带来价格战, 不利于企业利润率水平提升。

**食品安全问题。**若因质量控制不当、过敏反应等爆发食品安全问题, 可能不利于品牌形象和品牌的长期发展。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，梅昕、孙丹阳、沈晓峰、王莎莎，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。



## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师梅昕、孙丹阳、沈晓峰、王莎莎本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

## 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com